

买入

2025年4月15日

## 利润率下降但仍维持行业领先，优质土储及产品引领未来发展

➤ **2024年权益口径销售额排名第一，逆市增长：**2024年公司合同销售额约3107亿元，同比增长0.3%（TOP10房企中唯一实现销售正增长的公司），行业排名第二，权益口径销售金额排名第一。合同销售面积约1149万方，同比下降14%，销售均价提升24.4%至33810元/平方米，整体市占率提高0.55个ppt至3.21%。公司依然聚焦主流城市主流地段布局，一、二线城市合约销售金额占集团系列公司（不含中海宏洋）合约销售金额分别为61%及24%，其中，北上广深及香港实现销售金额1640.4亿元，占整体销售金额60.6%，北上深市占率第一，广州市占率第三，主要得益于公司聚焦改善型高端产品，逆市热销。

➤ **土地储备充足：**2024年公司新增总购地金额806亿元，新增土地建面为416万方。截至2024年6月末，公司总土储约4255万方（其中中海宏洋土储为1378万方）。集团旗下系列公司已售未结转金额为2526亿元（其中中海宏洋为344亿元），较23年底增长17.4%，为后续的业绩稳中有升提供厚实保障。

➤ **利润率有所下降但仍维持行业领先，负债持续优化：**2024年公司收入同比下降8.6%至1851亿元，整体毛利率为17.7%，同比下降2.6个ppt；分销及行政费用占收入比例为3.7%，处于行业领先地位。归属股东的核心净利润同比下降33.5%至157.2亿元，核心净利润率下降3.2个ppt至8.5%，但仍处于行业第一梯队，价值创造能力行业领先。公司全年股息每股60港仙，核心净利润口径的派息率提升6个百分点至38.2%。公司资产负债率约55.8%，同比下降1.7个ppt。净借贷比率约29.2%，平均融资成本进一步下降至3.1%。公司在手现金约1241.7亿元，占总资产13.7%，人民币借贷占比提升至82.3%，融资结构持续优化，发展动能充足。

➤ **商业运营业务坚定核心地段布局，收入规模持续增长：**期内公司商业运营收入同比增长12.1%至71.3亿元，其中一线城市收入占比45%。其中，写字楼业务，新签约面积91万方，成熟期项目出租率81.4%，收入增长4.2%至35.7亿。购物中心业务保持高增长，成熟项目出租率96.5%，整体销售额同比提升30.2%，同店提升8%，经营利润率59.8%，收入增长34.6%至22.6亿。

➤ **目标价17.26港元，买入评级：**公司土储高度聚焦高能级城市及核心区域，拥有“好产品”的口碑，开发运营效率及盈利能力行业领先，市占率不断提升。同时，融资能力和成本费用管控上的竞争优势，将使公司获得更多的优质土储，并获得持续提升的盈利水平及长远发展。预计公司2025年至2027年的归母核心净利润分别174亿元、181亿元及190亿元，给予2025年10倍市盈率，目标价17.26港元，买入评级。

胡钰

852-25321539

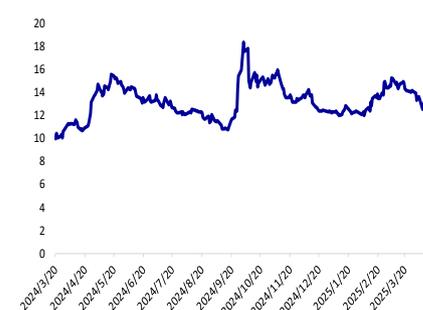
katherine.hu@firstshanghai.com.hk

行业	房地产
股价	13.76 港元
目标价	17.26 港元 (+25.4%)
股票代码	688
已发行股本	109.45 亿股
市值	1506.02 亿港元
52 周高/低	18.58/10.54 港元
净资产	36.71 元/每股
主要股东	中国 建筑 (56.10%)

### 盈利摘要

年结日：31/12	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	202,524	185,154	197,695	203,363	209,925
变动(%)	12.3%	-8.6%	6.8%	2.9%	3.2%
归母核心利润(百万元)	23,650	15,720	17,378	18,123	19,034
变动(%)	-3.2%	-33.5%	10.5%	4.3%	5.0%
每股盈利(元)	2.34	1.43	1.62	1.69	1.77
市盈率@13.76港元	5.9	9.6	8.5	8.2	7.8
DPS(港元)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
息率(%)	5.8%	4.4%	4.0%	4.2%	4.4%

### 股价表现



来源：公司资料，第一上海

来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币,每股除外>,财务年度截至<十二月>						<百万人民币>,财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>202,524</b>	<b>185,154</b>	<b>197,695</b>	<b>203,363</b>	<b>209,925</b>	<b>增长率 (%)</b>					
-物业销售	174,511	192,877	174,716	185,526	189,170	收入	12.3%	-8.6%	6.8%	2.9%	3.2%
-物业租赁	6,362	7,129	8,199	9,429	10,937	开发业务收入	10.5%	-9.4%	6.2%	2.0%	2.2%
-其他	3,285	3,308	3,970	4,764	5,717	毛利	7.2%	-20.4%	7.4%	4.0%	4.4%
<b>毛利</b>	<b>41,153</b>	<b>32,765</b>	<b>35,190</b>	<b>36,605</b>	<b>38,206</b>	经营利润	16.2%	-34.1%	8.7%	4.3%	4.9%
投资物业估值收益	4,846	417	438	460	483	净利润	10.1%	-34.2%	9.4%	4.3%	5.0%
其他收入与损益	1,403	326	358	394	433	归属核心利润	-3.2%	-33.5%	10.5%	4.3%	5.0%
销售与管理费用	6,876	6,813	6,971	7,185	7,351	每股盈利	10.1%	-38.9%	13.2%	4.3%	5.0%
<b>经营利润</b>	<b>40,525</b>	<b>26,694</b>	<b>29,015</b>	<b>30,274</b>	<b>31,772</b>	<b>盈利分析 (%)</b>					
应占联营合营收益	1,627	649	667	684	736	毛利率	20.3%	17.7%	17.8%	18.0%	18.2%
净财务成本	1,032	935	794	828	863	地产业务净利润率	9.9%	7.3%	7.6%	7.6%	7.6%
<b>税前利润</b>	<b>41,120</b>	<b>26,408</b>	<b>28,888</b>	<b>30,130</b>	<b>31,645</b>	<b>回报率 (%)</b>					
税项	14,074	8,621	9,430	9,836	10,330	ROE	7.0%	4.1%	4.6%	4.6%	4.7%
少数股东权益	1,437	2,152	1,751	1,826	1,918	ROA	2.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>归属利润</b>	<b>25,610</b>	<b>15,636</b>	<b>17,707</b>	<b>18,468</b>	<b>19,396</b>	股息率	34.2%	38.3%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>核心利润</b>	<b>23,650</b>	<b>15,720</b>	<b>17,378</b>	<b>18,123</b>	<b>19,034</b>	<b>偿还能力 (%)</b>					
派息	8,098	6,016	6,082	6,343	6,662	流动比率(倍)	2.29	2.41	2.32	2.23	2.14
<b>未分配利润</b>	<b>18,949</b>	<b>11,772</b>	<b>13,375</b>	<b>13,951</b>	<b>14,653</b>	净负债比率	40.8%	30.8%	23.2%	21.9%	22.9%
<b>每股盈利 (港元)</b>	<b>2.34</b>	<b>1.43</b>	<b>1.62</b>	<b>1.69</b>	<b>1.77</b>	资产负债率	57.5%	55.8%	56.3%	56.9%	57.5%
<b>每股派息 (港元)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.30</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<百万人民币>,财务年度截至<十二月>						<百万人民币>,财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	105,629	124,168	160,672	173,741	178,061	税前利润	41,120	26,408	28,888	30,130	31,645
库存物业	487,641	454,274	431,561	431,561	440,192	折旧摊销	405	425	447	469	492
其他	61,382	60,741	66,815	72,972	79,735	营运资本变动	14,659	18,063	34,509	13,270	5,734
<b>流动资产</b>	<b>654,652</b>	<b>639,184</b>	<b>659,048</b>	<b>678,274</b>	<b>697,987</b>	税项	-17,072	-14,074	-8,621	-9,430	-9,836
固定资产	6,904	7,301	8,031	8,834	9,717	<b>经营现金流</b>	<b>35,279</b>	<b>28,723</b>	<b>53,338</b>	<b>32,863</b>	<b>26,672</b>
投资物业	207,746	208,399	229,239	252,163	277,379	资本开支	-205	-822	-1,177	-1,272	-1,376
联营合营企业投资	46,302	45,897	46,374	47,963	49,618	合营联营公司投资	-169	405	-477	-1,589	-1,654
其他	8,000	7,854	8,238	8,643	9,069	其他	-4,398	4,467	-18,707	-20,642	-23,178
<b>总资产</b>	<b>923,604</b>	<b>908,634</b>	<b>950,930</b>	<b>995,876</b>	<b>1,043,770</b>	<b>投资现金流</b>	<b>-4,771</b>	<b>4,049</b>	<b>-20,360</b>	<b>-23,503</b>	<b>-26,208</b>
合同负债	108,619	132,543	145,797	160,377	176,414	借贷变化	-1,897	-8,246	9,577	10,018	10,480
应付账款	85,684	55,601	58,381	61,300	64,365	已付股息	-8,729	-6,016	-6,082	-6,343	-6,662
短期借贷	21,158	16,634	17,465	18,339	19,255	其他	-24,393	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>285,701</b>	<b>265,232</b>	<b>283,933</b>	<b>304,233</b>	<b>326,277</b>	<b>融资现金流</b>	<b>-35,018</b>	<b>-14,262</b>	<b>3,495</b>	<b>3,675</b>	<b>3,818</b>
长期借贷	144,140	149,523	157,000	164,850	173,092	<b>现金变动</b>	<b>-4,510</b>	<b>18,511</b>	<b>36,472</b>	<b>13,034</b>	<b>4,282</b>
递延税务	27,336	27,733	29,120	30,576	32,105	期初现金及等价物	109,709	105,344	123,855	160,327	173,361
<b>总负债</b>	<b>530,692</b>	<b>506,804</b>	<b>535,724</b>	<b>566,720</b>	<b>599,960</b>	期末现金及等价物	105,344	123,855	160,327	173,361	177,643
<b>股东权益</b>	<b>373,018</b>	<b>380,611</b>	<b>392,235</b>	<b>404,360</b>	<b>417,095</b>	受限制现金	285	314	345	379	417
少数股东权益	19,894	21,219	22,970	24,797	26,715						
<b>负债与权益合计</b>	<b>923,604</b>	<b>908,634</b>	<b>950,930</b>	<b>995,876</b>	<b>1,043,770</b>						

资料来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。